

资本无后顾之忧

深发展 2011 年 3 季报点评

报告关键点:

- 净利润同比增长62.4%，3季度投资收益明显减少
- 净利差继续提升但息差环比略降
- 和平安的合并带来负债结构改善
- 关注类和不良贷款增加，拨备计提力度尚欠

报告摘要:

- 业绩高增长，3季度投资收益明显减少。**前三季度实现归属母公司股东净利润76.87亿，同比增长62.4%，和平安银行合并报表对三季度业绩有一定贡献。单看深发展，则前三季度实现净利润71.2亿，同比增长50.9%，其中3季度单季度实现净利润23.88亿，环比略增2.5%。不考虑合并报表因素，3季度单季投资收益环比减少2.7亿导致营业收入环比略降，成本收入比较2季度上升1.8个百分点使得拨备前利润环比下降6.3%。3季度拨备计提力度小于2季度。
- 3季度存贷利差上升但净息差环比下降。**息差较中期下降是同业务规模上升和利差收窄所致。前三季度集团净利差和净息差分别为2.4%和2.56%。
- 中间业务高增长。**前三季度手续费及佣金净收入同比增长达70.7%，其中增长最快的是理财、代理及咨询顾问业务，分别较去年同期增长259%、136%、123%。手续费收入占营业收入的比重比去年同期提高两个百分点至10.7%。
- 与平安银行的合并带来零售存款的改善和信用卡贷款占比的提高。**集团零售存款占比为17.9%，较年初未合并报表时提升2.74个百分点，零售贷款占比提升0.9个百分点（主要表现在信用卡贷款，较年初未合并报表时提升1.83个百分点）。截止3季度末小微贷款余额394亿，不良贷款率0.21%。
- 不良增加。**集团不良率0.43%，拨备覆盖率升至365.77%，拨备/总贷款1.57%，3季度拨备计提力度并不大。深发展关注类贷款和不良贷款在3季度均环比增加，（分别比2季度末多出14.4亿和1.28亿，不良率增加2bp至0.46%，货币政策紧缩背景下预计全行业可能均会出现类似的现象。4季度拨备的计提力度可能会加大。
- 投资建议：**合并报表之后，深发展资本充足率和核心资本充足率在3季度末分别达到11.46%和8.38%，公司同时计划发行200亿的金融债，再考虑到向平安集团200亿的定增计划，最近几年基本没有资本压力，随着零售业务和小微企业贷款的快速发展，有望实现资本的内源补充。长期来看，我们看好深发展与平安集团协同效应对负债和零售业务带来的正面贡献。考虑到合并报表因素，我们调高盈利预测，预计2011年净利润增长47.5%，维持“增持-A”评级。
- 风险提示：**资产质量恶化。

财务和估值数据摘要

单位	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
EPS	1.62	1.80	1.47	1.82	2.11
PPOP	2.49	2.68	2.38	3.20	3.77
BVPS	6.59	9.53	10.01	11.56	13.35
DPS	0.00	0.00	0.15	0.27	0.32
PE	16.94	13.57	11.36	9.15	7.90
PPPOP	11.02	9.13	7.00	5.21	4.43
PB	4.16	2.57	1.67	1.44	1.25
股息收益率(%)	0.00	0.00	1.09	2.02	2.34
ROE(%)	24.58	18.93	14.67	15.77	15.80
ROA(%)	0.86	0.86	0.75	0.82	0.83
RORWA	1.40	1.36	1.13	1.26	1.27

敬请阅读本报告正文后各项声明

评级:

增持-A

上次评级: 增持-A

目标价格:

20.80 元

期限: 6个月 上次预测: 20.80元

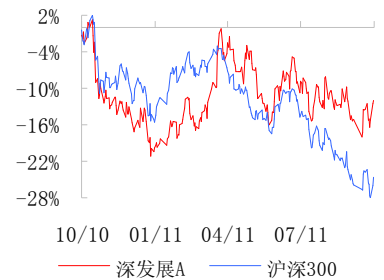
现价(2011年10月26日): 16.75元

报告日期:

2011-10-27

总市值(百万元)	85,252.55
流通市值(百万元)	51,673.17
总股本(百万股)	5,123.35
流通股(百万股)	3,105.36
12个月最低/最高	14.86/19.39元
十大流通股东(%)	32.99%
股东户数	285,442

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	1.77	10.19	12.58
绝对收益	0.12	(1.36)	(12.00)

杨建海
021-68765375
执业证书编号

首席行业分析师
yangjh@essence.com.cn
S1450511020022

报告联系人

许敏敏

021-68765372
xumm@essence.com.cn

前期研究成果

深发展: 业绩高增长, 定增彻底解决资本瓶颈

2011-08-19

深发展 A: 资产收益快速提高

2011-04-28

深发展: 资产质量变化值得留意

2011-02-25

财务报表预测和估值数据汇总

模型更新时间 2011-10-25

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	ROA Dupont (% of AVG Assets)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
利润表(百万元)											
净利息收入	12,985	15,829	24,937	32,926	37,947	净利息收入	2.44	2.41	2.54	2.49	2.52
利息收入	21,986	26,252	47,380	62,282	70,947	非利息收入	0.40	0.33	0.39	0.41	0.44
利息支出	-9,001	-10,423	-22,443	-29,356	-33,000	营业收入	2.85	2.74	2.93	2.90	2.96
净手续费及佣金收入	1,181	1,585	3,202	4,419	5,833	营业税费	0.20	0.20	0.23	0.21	0.21
手续费及佣金收入	1,387	1,836	3,709	5,119	6,757	经营费用	1.19	1.12	1.17	1.16	1.17
手续费及佣金支出	-206	-251	-507	-700	-924	计提准备金前的营业利润	1.46	1.42	1.53	1.53	1.58
其它净收入	949	608	660	967	825	准备金	0.30	0.23	0.33	0.42	0.45
营业总收入	15,115	18,022	28,799	38,312	44,605	税前利润	1.17	1.22	1.20	1.11	1.13
营业税	-1,069	-1,325	-2,246	-2,774	-3,212	所得税	0.22	0.26	0.26	0.24	0.24
经营费用	-6,311	-7,360	-11,520	-15,325	-17,619	税后利润	0.95	0.96	0.94	0.87	0.88
拨备前利润	7,735	9,338	15,033	20,213	23,774	ROAA	0.95	0.96	0.94	0.87	0.88
资产减值准备	-1,575	-1,488	-3,237	-5,562	-6,819	平均权益乘数	3.85	5.05	6.43	5.52	5.60
税前利润	6,191	7,998	11,796	14,652	16,955	ROAE	27.29	23.42	19.23	16.91	16.94
所得税	-1,160	-1,714	-2,530	-3,143	-3,637	流动性(%)					
净利润	5,031	6,284	9,266	11,509	13,318	贷款/资产总额 - 期末	60.5	55.1	50.0	52.0	53.0
可供母公司分配净利润	5,031	6,284	9,266	11,509	13,318	贷款/资产总额 - 平均	60.0	57.5	51.9	51.1	52.5
资产负债表(百万元)						贷款/存款 - 期末	78.2	71.2	70.8	69.4	67.6
客户贷款	355,563	400,966	619,445	729,848	852,186	贷款/存款 - 期初	78.1	78.2	71.2	70.8	69.4
证券投资	103,143	111,416	229,195	294,746	369,817	贷款/存款(不含贴现)	69.1	69.1	69.7	68.6	67.1
其他生息资产	116,121	191,850	260,167	322,817	321,580	资产质量(%)					
其他资产	12,984	22,975	130,083	56,142	64,316	不良贷款率	0.68	0.58	0.42	0.52	0.72
资产总额	587,811	727,207	1,238,890	1,403,554	1,607,898	拨备覆盖率	161.84	271.44	350.00	340.00	300.00
客户存款	454,635	562,912	874,425	1,051,307	1,259,887	拨备/贷款	1.10	1.58	1.46	1.76	2.16
应付债券	9,463	9,469	16,177	23,129	32,757	资本充足率(%)					
其他计息负债	95,443	108,397	262,328	220,774	214,181	加权风险资产占比	61.16	63.76	66.00	65.00	65.00
其他负债	7,800	13,231	22,785	35,386	16,796	核心资本充足率	5.52	7.10	7.30	7.43	7.39
负债总额	567,341	694,010	1,175,715	1,330,596	1,523,620	资本充足率	8.87	10.19	9.45	9.54	9.41
股东权益	20,470	33,198	63,175	72,958	84,278	经营效率(%)					
股本	3,105	3,485	6,313	6,313	6,313	净利息收入/营业收入	85.91	87.83	86.59	85.94	85.07
负债和权益合计	587,811	727,207	1,238,890	1,403,554	1,607,898	手续费和佣金收入/营业收入	7.81	8.80	11.12	11.53	13.08
YOY (%)						非利息收入/营业收入	14.09	12.17	13.41	14.06	14.93
客户贷款	26.2	12.8	54.5	17.8	16.8	经营费用/营业收入	41.75	40.84	40.00	40.00	39.50
证券投资	31.9	8.0	105.7	28.6	25.5	经营费用/平均资产	1.19	1.12	1.17	1.16	1.17
生息资产	23.6	22.5	57.4	21.5	14.6	盈利能力(%)					
总资产	23.9	23.7	70.4	13.3	14.6	生息率	4.23	4.10	5.23	5.07	4.91
客户存款	26.1	23.8	55.3	20.2	19.8	付息率	1.78	1.68	2.45	2.40	2.36
计息负债	24.1	21.7	69.4	12.3	16.3	利差	2.45	2.42	2.78	2.67	2.55
净利息收入	3.1	21.9	57.5	32.0	15.2	NIM	2.50	2.48	2.75	2.68	2.63
净手续费及佣金收入	38.7	34.2	102.0	38.0	32.0	成本收入比	41.75	40.84	40.00	40.00	39.50
营业收入	4.1	19.2	59.8	33.0	16.4	营业收入税率	7.07	7.35	7.80	7.24	7.20
拨备前利润	-4.9	20.7	61.0	34.5	17.6	信用成本	0.45	0.39	0.62	0.81	0.85
税前利润	681.1	29.2	47.5	24.2	15.7	所得税率	18.73	21.43	21.45	21.45	21.45
归属母公司利润	719.4	24.9	47.5	24.2	15.7	股利分配率	0.00	0.00	10.00	15.00	15.00

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

杨建海，CFA，非银行金融行业首席分析师，毕业于北京大学，经济学硕士。2007.4 加盟安信证券研究中心。2008 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第三名。2009 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第四名。

分析师声明

杨建海声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034